

# Suivi Hebdomadaire

Perspectives Économiques et Financières

22 avril 2025

Rédacteurs  
Gestion — Recherche

## Refinancement à haut risque pour les entreprises américaines du segment haut rendement

Depuis le 2 avril, jour de la présentation de la nouvelle politique commerciale américaine, les marchés obligataires connaissent des variations importantes. Le marché des « Treasuries », traditionnellement recherché en période d'incertitude économique, est paradoxalement délaissé par les investisseurs, en particulier la partie longue de la courbe.

Il en va de même pour le marché du crédit, où des sorties de capitaux significatives sont observées sur les fonds et les ETF, notamment dans le segment du haut rendement. Les conséquences pour les entreprises sont notables. D'une part, les volumes d'émission sur le marché primaire ont fortement ralenti. De plus, entre le 2 avril, jour de l'annonce des droits de douane réciproques, et le 9 avril, date de leur mise en œuvre effective puis de l'instauration d'une trêve de 90 jours, le taux de financement moyen des entreprises américaines de la catégorie haut rendement a augmenté de plus de 100 points de base, passant de 7,62 % à 8,67 %. Bien que les taux de financement actuels, revenus autour de 8,35 %, restent inférieurs aux niveaux de 2022 et 2023, ils ont doublé depuis 2021!

Or, comme nous l'avons souligné dans nos Perspectives Économiques et Financières, certaines entreprises, particulièrement les plus endettées, font face à des hausses significatives de leurs charges financières en raison de la nécessité de refinancer leurs emprunts contractés à des taux bas en 2020-2021.

C'est d'ailleurs ce que souligne S&P Global Market Intelligence dans son dernier rapport, qui note une augmentation du nombre de défaillances parmi les entreprises américaines. Au premier trimestre 2025, ce nombre a atteint son niveau le plus élevé depuis 2010, avec 188 demandes de faillites déposées entre janvier et mars, contre 139 pour la même période l'année dernière, qui avait déjà marqué un plus haut en 14 ans.

Les incertitudes demeurent nombreuses quant à la politique commerciale américaine et ses répercussions sur les économies et les entreprises. Il est donc crucial de rester vigilant dans la surveillance des risques et exigeant sur les points d'entrée sur ce marché du haut rendement.

### Sommaire

**Analyse de l'évolution des marchés** p2

Obligataire  
Actions Europe  
Actions Internationales  
Analyse

**Suivi Macroéconomique** p6

Etats-Unis  
Europe  
Asie

Eric Le Coz

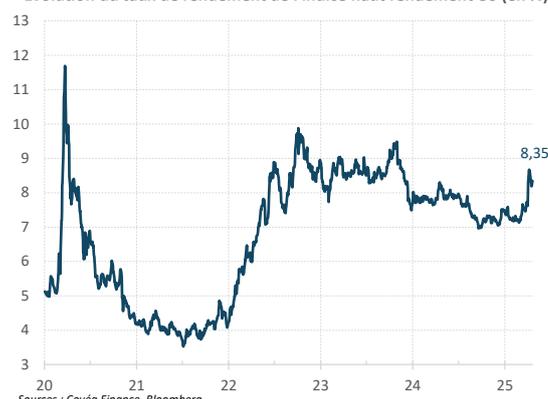
Responsable d'équipe Gestion Mandats Taux



### Focus de la semaine

« des coûts de financement en hausse pour les entreprises »

Evolution du taux de rendement de l'indice haut rendement US (en %)



| Nos clefs de lecture                                   | Niveaux  |          |           | Variations (en %) |             |
|--|----------|----------|-----------|-------------------|-------------|
|  | 17/04/25 | 27/03/25 | T-12 mois | 27/03/25          | sur 12 mois |
| <b>Marché des changes</b>                              |          |          |           |                   |             |
| € / \$   | 1,137    | 1,080    | 1,067     | 5,2               | 6,5         |
| € / £  | 0,857    | 0,834    | 0,857     | 2,7               | -0,1        |
| € / Yen  | 161,88   | 163,15   | 164,77    | -0,8              | -1,8        |
| <b>Matières premières et Transport et marchandises</b> |          |          |           |                   |             |
| Pétrole (Brent, \$ par baril)                          | 68       | 74       | 87        | -8,2              | -22,1       |
| Indice CRB*  | 539      | 544      | 546       | -0,9              | -1,2        |
| Prix de l'once d'Or                                    | 3 309    | 3 061    | 2 372     | 8,1               | 39,5        |
| Prix de la tonne de cuivre                             | 9 189    | 9 847    | 9 583     | -6,7              | -4,1        |
| Indice Baltic Dry**                                    | 1 261    | 1 621    | 1 844     | -22,2             | -31,6       |
| Indice Coût Fret Conteneur SCFI***                     | 1395     | 2332     | 1757      | -40,2             | -20,6       |

Sources : Bloomberg, Covéo Finance \*Indice CRB : indice des prix de 22 matières premières industrielles (59,1%) et alimentaires (40,9%). Cet indice n'inclut pas les prix de l'énergie. \*\*Indice Baltic Dry : indice de prix pour le transport maritime en vrac de matières sèches sur 26 routes mondiales. \*\*\*Indice Coût Fret Conteneur SCFI : le Shanghai Containerized Freight Index est calculé comme la moyenne pondérée du prix spot pour le transport d'un conteneur sur 15 routes maritimes majeures partant de Shanghai.

# Analyse de l'évolution des marchés

## Obligataire : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

La semaine dernière, les taux souverains étaient orientés à la baisse avec une volatilité toujours bien présente des deux côtés de l'Atlantique. Aux Etats-Unis, le taux à 10 ans était en baisse de 16 points de base (pb) à 4,32% aidé par la nouvelle inflexion de D. Trump en début de semaine puis par les propos rassurants de certains membres de la Fed sur la capacité de soutien de celle-ci en cas de dysfonctionnement des marchés. L'écart contre Allemagne sur la maturité 10 ans était en baisse de 7 pb à 185 pb. En zone euro, nous avons également constaté un mouvement de baisse avec une accélération à la suite du discours de C. Lagarde. Sur la maturité à 10 ans : le taux allemand baissait de 10 pb à 2,47%, le taux français diminuait de 11 pb à 3,24%, les pays périphériques ont surperformé notamment l'Italie qui perdait 17 pb à 3,65%. Ainsi, l'écart de rendements OAT-Bund 10 ans s'est resserré de 1 pb à 77 pb et l'écart BTP-Bund 10 ans de 7 pb à 117 pb. Sur le crédit, les primes de risque se sont resserrées aussi bien en Europe qu'aux Etats-Unis. Par exemple, les primes de la catégorie Investissement en euro ont perdu 11 pb à 112 pb et celles de la catégorie Haut Rendement en euro ont diminué de 28 pb à 396 pb.

### Le Focus de la semaine : Le marché monétaire américain a-t-il besoin d'une nouvelle aide de la Fed ?

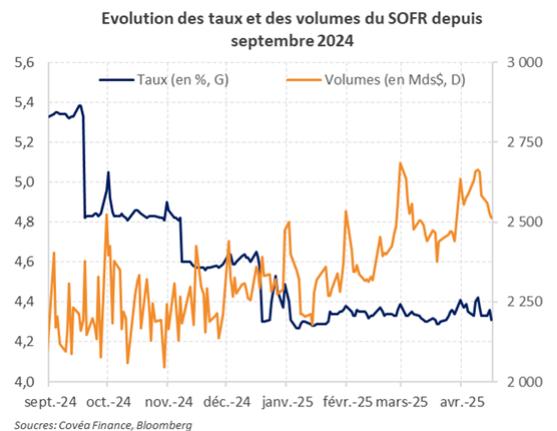
A la suite des annonces de droits de douanes par l'administration Trump, le marché du financement à court terme a montré de nouveaux signes de tensions, notamment alimentés par la recherche de liquidités de précaution de la part des acteurs de marché. Le SOFR<sup>1</sup>, taux de référence du marché monétaire, a augmenté de 9 points de base (pb) en deux jours pour atteindre 4,42% le 9 avril (contre +22 pb fin septembre 2024 et +23 pb en décembre 2024), accompagné de volumes de transactions importants. Par ailleurs, les conditions de financement via les titres de créances négociables d'émetteurs financiers et non-financiers se sont détériorées avec des primes à l'émission en hausse et des comportements plus prudents et sélectifs du côté des investisseurs. Toutefois, la liquidité a continué d'être disponible et le marché a fonctionné normalement.

Ces perturbations ont suscité des inquiétudes et des interrogations concernant les actions potentielles de la Réserve Fédérale (Fed). Par le passé, elle est déjà intervenue pour soutenir les marchés monétaires et interbancaires. Cela s'est souvent produit lorsque l'institution a constaté des signes de dysfonctionnement sur ces derniers, par exemple des flux qui deviennent unilatéraux au lieu de bilatéraux, témoignant d'un arrêt de la circulation des liquidités entre les prêteurs et les emprunteurs.

La Fed dispose déjà d'une large palette d'outils (opérations de mise en pension, prêts garantis, lignes de swap en devises,...) héritée des crises passées. Ils servent de filet de sécurité pour pallier les potentiels déraillements du financement à court terme en dollars et pour assurer la bonne transmission de la politique monétaire. Par leur biais, les acteurs de marché, principalement les banques, peuvent accéder à des financements en « dernier recours ». D'après les données bilantielles de la Fed de ces dernières semaines, il n'y a pas eu d'utilisation supplémentaire de ces facilités ; une situation incomparable à celle de demande soutenue lors des précédentes crises. Néanmoins, la Fed demeure flexible et pourrait, si nécessaire, ajuster les conditions ou assouplir les modalités d'accès à ses facilités. Par ailleurs, elle pourrait créer une facilité temporaire dans le cas où des défaillances spécifiques seraient identifiées comme lors de la crise bancaire de mars 2023 avec le Bank Term Funding Program (BTFFP)<sup>2</sup>. De plus, la Fed a d'autres possibilités pour injecter de la liquidité, notamment par le biais d'achats de titres dans le marché. D'ailleurs, lors de sa dernière réunion en mars, elle a décidé de faire un ajustement technique en ralentissant le rythme de dégonflement de son bilan. L'idée sous-jacente étant d'aider le marché monétaire à se stabiliser dans les mois à venir, preuve que la Fed surveille de près l'état de ce dernier.

Aujourd'hui, les conditions ne semblent pas réunies pour une nouvelle intervention. Cependant, si le fonctionnement des marchés monétaires et interbancaires venait à se détériorer fortement et durablement, la banque centrale pourrait fournir davantage de liquidités. En outre, la détérioration des relations entre la Fed et l'administration Trump pourrait perturber la capacité de la Fed à soutenir le marché, nous surveillerons de près leur évolution.

<sup>1</sup>Secured Overnight Financing Rate : mesure le coût des emprunts de liquidités garanties par des titres du Trésor au jour le jour. <sup>2</sup>Bank Term Funding Program : facilité temporaire offrant des prêts aux banques et autres institutions éligibles contre des garanties évalués au pair.



Sources : Covéa Finance, Bloomberg

Mathilde Gazier

Gérante OPC Taux



| Marchés Obligataires         | Niveaux  |       |          |          |           | Variations (en pb) |          |          |             | Pente* (en pb) |           |
|------------------------------|----------|-------|----------|----------|-----------|--------------------|----------|----------|-------------|----------------|-----------|
|                              | 17/04/25 | J-7   | 27/03/25 | 31/12/24 | T-12 mois | J-7                | 27/03/25 | 31/12/24 | sur 12 mois | 2y - 10y       | 10y - 30y |
| <b>Taux directeurs</b>       |          |       |          |          |           |                    |          |          |             |                |           |
| Variations (en pbs)          |          |       |          |          |           |                    |          |          |             |                |           |
| Réserve Fédérale Américaine  | 4,50     | 4,50  | 4,50     | 4,50     | 5,50      | 0,00               | 0,00     | 0,00     | -1,00       |                |           |
| BCE - Taux Repo              | 2,65     | 2,65  | 2,65     | 3,15     | 4,50      | 0,00               | 0,00     | -0,50    | -1,85       |                |           |
| BCE - Taux Facilité de dépôt | 2,50     | 2,50  | 2,50     | 3,00     | 4,00      | 0,00               | 0,00     | -0,50    | -1,50       |                |           |
| Banque d'Angleterre          | 4,50     | 4,50  | 4,50     | 4,75     | 5,25      | 0,00               | 0,00     | -0,25    | -0,75       |                |           |
| Banque du Japon              | 0,50     | 0,50  | 0,50     | 0,25     | 0,10      | 0,00               | 0,00     | 0,25     | 0,40        |                |           |
| <b>Taux 10 ans</b>           |          |       |          |          |           |                    |          |          |             |                |           |
| Variations (en pb)           |          |       |          |          |           |                    |          |          |             |                |           |
| Etats-Unis                   | 4,32     | 4,42  | 4,36     | 4,57     | 4,59      | -10                | -3       | -24      | -26         | 52             | 47        |
| Allemagne                    | 2,47     | 2,58  | 2,77     | 2,37     | 2,47      | -11                | -30      | 11       | 1           | 79             | 42        |
| France                       | 3,24     | 3,36  | 3,47     | 3,20     | 2,98      | -11                | -23      | 5        | 26          | 137            | 71        |
| Italie                       | 3,65     | 3,82  | 3,88     | 3,52     | 3,91      | -18                | -23      | 12       | -27         | 162            | 81        |
| Royaume-Uni                  | 4,57     | 4,64  | 4,78     | 4,57     | 4,30      | -8                 | -22      | 0        | 27          | 65             | 77        |
| Japon                        | 1,32     | 1,35  | 1,59     | 1,10     | 0,88      | -3                 | -27      | 22       | 43          | 66             | 136       |
| <b>Crédit</b>                |          |       |          |          |           |                    |          |          |             |                |           |
| Variations (en pb)           |          |       |          |          |           |                    |          |          |             |                |           |
| Indice Itraxx Main           | 71,8     | 77,7  | 61,0     | 57,7     | 61,7      | -5,9               | 10,8     | 14,2     | 10,2        |                |           |
| Indice Itraxx Crossover      | 366,1    | 393,5 | 316,9    | 313,1    | 342,1     | -27,4              | 49,2     | 53,0     | 24,0        |                |           |

Sources : Bloomberg, Covéa Finance \* (Taux 10 ans - Taux 2 ans) et (Taux 30 ans - Taux 10 ans)

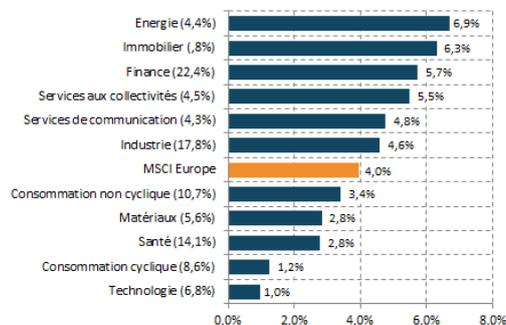
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Europe : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

Sur la semaine écoulée, le marché européen (MSCI Europe dividendes non réinvestis) est en hausse de 4%, aidé par la temporisation concernant les annonces sur les droits de douane, et revient proche de l'équilibre depuis le début de l'année. Les deux semaines précédentes avaient été marquées par des fortes baisses, de près de 10% en cumulé. Reflet de cet apaisement, on assiste à une baisse de la volatilité sur les marchés européens. Les meilleurs secteurs sont ceux qui avaient été les plus pénalisés ces dernières semaines, à savoir l'immobilier et la finance. L'énergie a aussi été aidée par un rebond de près de 5% des cours du pétrole. A l'inverse, on constate une sous performance de la technologie, affectée par le carnet de commandes décevant d'ASML, et de la consommation cyclique en raison de la baisse d'activité de LVMH qui fait état d'une faible performance en Asie et aux Etats-Unis, les deux principales divisions à décevoir étant la mode et les spiritueux. Sur le plan géographique, figurent dans les plus fortes hausses l'Italie et l'Espagne dont l'exposition au secteur de la finance est très importante. A l'inverse, la France est affectée par le poids du segment du luxe dans son indice. Depuis le début de l'année, on peut noter les petites valeurs qui surperforment de près de 100 points de base l'indice MSCI EMU (dividendes non réinvestis). En raison de leur caractère plus domestique, elles sont donc moins affectées par les inquiétudes sur les droits de douanes.

Performances sectorielles du MSCI Europe du 11/04/2025 au 17/04/2025 (GICS)



Sources : Bloomberg, Cov&e Finance

### Le Focus de la semaine : Quelles évolutions autour de l'activisme actionnarial ?

Dans le cadre du suivi de nos Perspectives Economiques et Financières, nous vous proposons un focus sur l'activisme actionnarial, une pratique que nous avons pu voir évoluer depuis plusieurs années. De nombreux rapports et études sont régulièrement publiés sur le sujet et posent des constats communs.

Tout d'abord, l'année 2024 montre une hausse du nombre de campagnes, tirée notamment par l'Asie, et où, pour la première fois, les Etats-Unis ne représentent plus la majorité des initiatives. L'Europe est moins dynamique mais reste sur des niveaux élevés. La forte hausse de l'activité en Asie s'explique sur fond de demande de simplification des conglomérats (historiquement importants au Japon). De façon générale, les thèmes de prédilection sont en lien avec l'amélioration de la gouvernance, l'allocation du capital (notons ici de nombreuses demandes de rachats d'actions) et les décisions stratégiques en particulier les acquisitions et cessions d'activités. Conséquence de l'intensification de la concurrence dans de nombreux secteurs, une progression significative est à signaler sur les demandes en lien avec la qualité de la gestion opérationnelle.

Nouveauté de 2024, les très grandes entreprises (capitalisation boursière supérieure à 25 milliards de dollars) sont de plus en plus ciblées, reflet d'une liquidité encore abondante sur les marchés financiers. Si tous les secteurs sont visés, on retrouve ceux qui vivent les mutations les plus importantes en tête, à savoir la technologie, l'industrie et la consommation. En Europe, certains cas ont été plus médiatisés que d'autres ces derniers mois, nous pouvons citer comme exemple Vivendi (critiqué pour sa gouvernance et la scission de ses activités en quatre entités distinctes cotées sur des marchés différents), BP (demande de recentrage sur ses métiers historiques) ou encore Reckitt Benckiser (volonté de cession des activités dilutives en croissance et simplification du portefeuille). Les conséquences de ces campagnes activistes sont nombreuses. Certaines inflexions stratégiques sont souvent choisies, mais l'on constate aussi un taux de départ des dirigeants supérieur dans les sociétés ciblées que dans la moyenne du marché. Sur la performance boursière, nous observons une surperformance des titres des sociétés concernées sur le court terme mais sur le long terme l'évolution du cours de bourse est très hétérogène.

Nous cherchons dans nos Perspectives Economiques et Financières à identifier les sociétés qui bénéficient des changements structurels et celles qui doivent s'adapter à un nouveau contexte opérationnel. L'activisme actionnarial est parfois la conséquence d'un retard à mettre en œuvre ces changements, notamment pour préserver les marges, mieux maîtriser une chaîne de valeur ou adapter un modèle économique.

François-Xavier de Gourcy

Gérant Mandats Actions Europe



| Actions Europe             | Niveaux  |          |          |          |           | Variation (en %) |          |          |             |      |   |      |   |
|----------------------------|----------|----------|----------|----------|-----------|------------------|----------|----------|-------------|------|---|------|---|
|                            | 17/04/25 | J-7      | 27/03/25 | 31/12/24 | T-12 mois | J-7              | 27/03/25 | 31/12/24 | sur 12 mois |      |   |      |   |
| MSCI EMU                   | 166,8    | 161,0    | 179,3    | 163,2    | 162,5     | 3,6              | ↑        | -7,0     | ↓           | 2,2  | ↑ | 2,6  | ↑ |
| MSCI EMU Mid Cap           | 1 120,8  | 1 073,0  | 1 179,9  | 1 056,7  | 1 012,0   | 4,5              | ↑        | -5,0     | ↓           | 6,1  | ↑ | 10,8 | ↑ |
| MSCI EMU Small Cap         | 442,1    | 422,5    | 448,5    | 390,5    | 413,5     | 4,6              | ↑        | -1,4     | ↓           | 13,2 | ↑ | 6,9  | ↑ |
| MSCI Europe                | 169,5    | 163,0    | 183,0    | 169,9    | 167,2     | 4,0              | ↑        | -7,4     | ↓           | -0,3 | ↓ | 1,3  | ↑ |
| France CAC 40              | 7 285,9  | 7 104,8  | 7 990,1  | 7 380,7  | 7 981,5   | 2,5              | ↑        | -8,8     | ↓           | -1,3 | ↓ | -8,7 | ↓ |
| Allemagne DAX 30           | 8 104,5  | 7 786,6  | 8 687,3  | 7 648,6  | 6 987,9   | 4,1              | ↑        | -6,7     | ↓           | 6,0  | ↑ | 16,0 | ↑ |
| Italie MIB                 | 35 980,4 | 34 027,8 | 39 098,9 | 34 186,2 | 33 632,7  | 5,7              | ↑        | -8,0     | ↓           | 5,2  | ↑ | 7,0  | ↑ |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (€) | 8 275,7  | 7 964,2  | 8 666,1  | 8 173,0  | 7 848,0   | 3,9              | ↑        | -4,5     | ↓           | 1,3  | ↑ | 5,4  | ↑ |
| Royaume-Uni - FTSE 100 (€) | 9 662,2  | 9 171,6  | 10 389,7 | 9 877,2  | 9 157,7   | 5,3              | ↑        | -7,0     | ↓           | -2,2 | ↓ | 5,5  | ↑ |

Sources : Bloomberg, Cov&e Finance

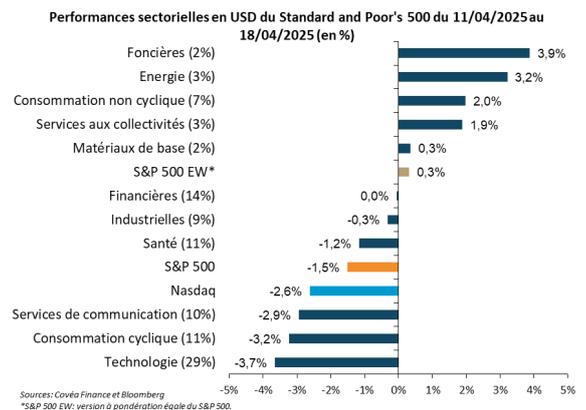
# Analyse de l'évolution des marchés

## Actions Internationales : le regard du gérant

### L'analyse des marchés :

**En Asie**, malgré des inquiétudes toujours vives concernant l'évolution des relations commerciales, les marchés ont été généralement aidés par l'annonce de l'ouverture de négociations entre les Etats-Unis et le Japon. Dans ce contexte, Singapour, l'Inde et le Japon affichent parmi les meilleures performances, leurs économies étant considérées comme relativement protégées des risques liés aux tensions commerciales. A l'inverse, Taiwan a souffert de dégagements importants dans la sphère semi-conducteurs et la Chine continue de pâtir des inquiétudes autour des conséquences des droits de douane sur son économie. Parmi les nouvelles transverses, notons que certaines sociétés asiatiques ont commencé à communiquer leurs décisions en réaction à l'instauration possible de nouveaux droits de douane. Amorepacific, le champion régional des cosmétiques, a ainsi indiqué vouloir déployer des capacités de production aux Etats-Unis afin de protéger ses activités locales. Face aux incertitudes actuelles, Mitsubishi Motors a décidé de suspendre ses expéditions de véhicules vers ses concessions américaines. Enfin, les géants chinois du commerce en ligne, Alibaba et JD.com, ont décidé de soutenir les commerçants utilisant leur plateforme et impacté par les difficultés à livrer aux Etats-Unis en les aidant à rediriger leurs volumes vers le marché domestique.

**Aux Etats-Unis**, après la forte correction du début du mois, le marché américain a enregistré une semaine de consolidation, soutenu par les résultats trimestriels des banques et les propos rassurants de responsables de la Fed qui ont réaffirmé leur engagement à soutenir la stabilité financière si nécessaire. Toutefois, compte tenu de la nouvelle détérioration des relations commerciales avec la Chine, les grandes valeurs de technologie ont sous-performé l'indice général et les valeurs de petites et moyennes capitalisations ont été pénalisées par la dégradation des perspectives de conjoncture domestique. Au niveau sectoriel, les compartiments défensifs sont en hausse (immobilier, consommation courante et services publics notamment). En revanche, les secteurs dominés par les grandes valeurs technologiques s'inscrivent en baisse sensible (services de communication, consommation discrétionnaire et technologie). Parmi les éléments transverses, les incertitudes concernant la mise en place de droits de douane n'ont cessé d'inquiéter les compagnies aériennes qui, à l'image de United Airlines, intègre désormais un scénario de récession dans leur exercice budgétaire de 2025. Dans le même ordre d'idée, la direction de Delta Air Lines a informé Airbus qu'elle reporterait toute livraison soumise à des droits de douane additionnels. D'une façon générale, les entreprises américaines se préparent à des hausses de coûts et à des perturbations de leurs chaînes d'approvisionnement qui devraient impacter notablement les perspectives annuelles données à l'occasion des publications de résultats du second trimestre



### Le Focus de la semaine : Les semiconducteurs, grands perdants des tensions commerciales sino-américaines ?

L'organisation des échanges commerciaux mondiaux connaît d'importantes perturbations depuis l'arrivée au pouvoir de D. Trump et notamment l'annonce de la mise en place de droits de douane « réciproques » avec la plupart des pays. Si les tensions s'apaisent temporairement avec un grand nombre de pays, dans l'attente des conclusions des négociations en cours (pour un délai maximum de 90 jours), il n'en est pas de même avec la Chine. Les deux pays semblent engagés dans une guerre commerciale frontale, tant sur les niveaux des droits (les produits américains exportés en Chine étant surtaxés à 125%, et à 145% dans l'autre sens) que sur des mesures spécifiques de restriction portant sur certains produits ou matières premières, compte tenu de leur criticité dans les chaînes de valeur. A ce titre, l'Association Chinoise de l'Industrie des semiconducteurs a publié le 11 avril dernier, un avis visant à renforcer les contrôles sur les importations de puces. L'organisation suggère une identification des circuits intégrés selon le lieu de production de ces derniers, et non selon leur lieu de conception, d'assemblage ou d'emballage. Ainsi, les sociétés américaines produisant aux États-Unis, telles qu'Analog Devices, Intel, GlobalFoundries ou Texas Instruments, devraient être directement pénalisées car assujetties aux droits de douane de 125%. Cette mesure vise à rendre les puces des entreprises américaines non compétitives sur le marché chinois, qui représente une part importante de leurs activités (environ 20% des ventes). Elle s'inscrit également dans la stratégie « China for China » qui encourage la production locale pour répondre aux besoins du marché chinois, favorisant ainsi l'activité des fondeurs comme SMIC et Hua Hong. Les États-Unis ne semblent toutefois pas disposés à accepter ces menaces puisque quatre jours plus tard, ces derniers ont mis en place de nouvelles restrictions en matière d'exportation sur les puces d'intelligence artificielle (IA) vers la Chine. Les principales victimes de cette mesure sont AMD et Nvidia, cette dernière devant enregistrer une charge exceptionnelle de \$5,5 milliards au prochain trimestre pour y faire face. L'engagement de Nvidia d'investir près de 500 milliards dans l'IA au cours des quatre prochaines années aux Etats-Unis (communiqué quelques jours plus tôt) n'a pas infléchi la décision de l'administration américaine de restreindre les exportations de ses puces critiques vers la Chine. Une décision lourde de sens et de conséquences pour les entreprises et qui illustre pleinement la reprise en main du politique sur les décisions économiques. La stratégie des grandes multinationales s'en trouve pleinement affectée et exige une forte adaptation du modèle des entreprises, avec toutes ces implications sur les marges et les résultats à court et moyen terme. Un sujet qui est au cœur de nos réflexions dans le cadre de l'élaboration de nos Perspectives Economiques et Financières.

Paul Cutajar

Gérant Actions Internationales



| Actions Internationales  | Niveaux  |        |            |          |           | Variations (en %) |            |          |           |      |            |          |           |
|--------------------------|----------|--------|------------|----------|-----------|-------------------|------------|----------|-----------|------|------------|----------|-----------|
|                          | 18/04/25 | J-7    | 27/03/2025 | 31/12/24 | T-12 mois | en devise locale  |            |          |           | en € |            |          |           |
|                          |          |        |            |          |           | J-7               | 27/03/2025 | 31/12/24 | T-12 mois | J-7  | 27/03/2025 | 31/12/24 | T-12 mois |
| Etats-Unis - S&P500      | 5 283    | 5 363  | 5 693      | 5 882    | 5 011     | -1,5              | -7,2       | -10,2    | 5,4       | -1,8 | -12,0      | -18,4    | -1,5      |
| Etats-Unis - Dow Jones   | 39 142   | 40 213 | 42 300     | 42 544   | 37 775    | -2,7              | -7,5       | -8,0     | 3,6       | -3,0 | -12,3      | -16,4    | -3,2      |
| Etats-Unis - Nasdaq      | 16 286   | 16 724 | 17 804     | 19 311   | 15 602    | -2,6              | -8,5       | -15,7    | 4,4       | -2,9 | -13,3      | -23,4    | -2,5      |
| Japon Nikkei 300         | 552      | 531    | 603        | 604      | 570       | 4,1               | -8,4       | -8,6     | -3,2      | 4,8  | -7,8       | -8,2     | -1,6      |
| Corée du Sud KOSPI       | 2 483    | 2 433  | 2 607      | 2 405    | 2 635     | 2,1               | -4,7       | 3,3      | -5,7      | 1,1  | -7,1       | -2,6     | -14,7     |
| Chine - Shanghai         | 3 342    | 3 342  | 3 374      | 3 352    | 3 074     | 0,0               | -0,9       | -0,3     | 8,7       | -0,8 | -6,7       | -9,4     | 0,7       |
| Hong Kong Hang Seng      | 22 850   | 21 395 | 23 579     | 20 060   | 16 386    | 6,8               | -3,1       | 13,9     | 39,4      | 6,4  | -8,0       | 3,6      | 31,4      |
| Marchés Emergents - MSCI | 1 069    | 1 045  | 1 131      | 1 075    | 1 019     | 2,2               | -5,5       | -0,6     | 4,9       | 1,9  | -10,4      | -9,7     | -2,0      |

Sources : Bloomberg, Covia Finance

# Analyse de l'évolution des marchés

## Le regard de l'analyste

### Le Règlement européen sur les produits sans déforestation (EUDR)

En juin 2023, le Parlement européen a adopté le règlement contre la déforestation et la dégradation des forêts (EUDR). L'entrée en vigueur de ce règlement, initialement prévue en décembre 2024 mais finalement reportée à décembre 2025, permettra d'interdire la vente sur le marché européen ou l'exportation depuis l'Europe de produits ayant contribué à la déforestation ou la dégradation des forêts après le 30 décembre 2020. Le règlement EUDR couvre sept matières premières : le café, le cacao, le caoutchouc, l'huile de palme, le soja, le bœuf, et le bois. De nombreuses entreprises européennes risquent de s'exposer à des sanctions sévères en cas de manquement à cette nouvelle réglementation, l'amende pouvant aller jusqu'à 4% de leur chiffre d'affaires annuel réalisé dans l'UE. D'autre part, le risque de réputation est également présent. Les sociétés de l'agroalimentaire, les opérateurs de restaurants d'entreprise, les détaillants de meubles et les pneumaticiens sont particulièrement affectés par ce règlement EUDR et par la mise en place de process coûteux pour s'y conformer.

En effet, le règlement demande aux entreprises concernées de garantir que les produits qu'elles mettent sur le marché communautaire, ou qu'elles exportent, comportent un risque nul ou négligeable de déforestation et fassent l'objet d'une déclaration de diligence raisonnée (toutefois, les TPE et PME ont été exemptées de cette diligence raisonnée, et celle-ci pourra être simplifiée si les produits viennent de pays classés à risque faible par la Commission Européenne). Cette diligence raisonnée, qui devra être revue une fois par an, comporte notamment une géolocalisation des parcelles de production à l'origine des approvisionnements.

Dans le secteur automobile, l'application du règlement EUDR pose plusieurs défis aux fabricants de pneumatiques. La complexité et la fragmentation de la chaîne d'approvisionnement du caoutchouc naturel, impliquant des millions de petits producteurs et de nombreux intermédiaires, rendent la traçabilité complète particulièrement ardue. Les entreprises doivent investir dans des systèmes avancés de traçabilité et de diligence raisonnée pour se conformer aux nouvelles exigences. Michelin, par exemple, a déclaré avoir investi dans la géolocalisation et l'analyse par imagerie satellite de millions de parcelles, afin de vérifier l'absence de déforestation avant la mise sur le marché du caoutchouc naturel. Ces investissements pourraient entraîner une augmentation des

coûts de production, potentiellement répercutés sur les consommateurs. De plus, la disponibilité limitée de caoutchouc certifié pourrait engendrer des tensions sur l'approvisionnement, surtout en période de forte demande, comme lors des changements saisonniers de pneumatiques.

Le règlement EUDR, visant à lutter contre la déforestation, impose des normes strictes aux industries dépendantes de matières premières. Les entreprises européennes sont appelées à adapter leurs chaînes d'approvisionnement pour garantir une production responsable et durable, évitant la « déforestation importée ». Avec cette nouvelle réglementation, le risque existe de voir des pays accuser l'Union européenne de pratiquer du protectionnisme déguisé. Enfin, les investissements requis pour y arriver participent à un monde plus durable, mais également plus inflationniste. Les sociétés qui bénéficieront de ce nouveau règlement EUDR seront par exemple celles qui maîtrisent une technologie capables d'analyser des images satellites pour constater une éventuelle déforestation, et plus globalement les sociétés qui permettront de proposer des solutions aux contraintes réglementaires imposées par les Etats et de sécuriser les chaînes d'approvisionnement, des thématiques que nous suivons dans le cadre de nos Perspectives Economiques et Financières.

### Les 3 étapes de la diligence raisonnée :



Source : [deforestationimportee.ecologie.gouv.fr](https://deforestationimportee.ecologie.gouv.fr)

Cyril Brunet

Analyste financier et extra financier



# Suivi Macroéconomique

## États-Unis

« Les autorités monétaires américaines sous la pression du pouvoir politique »

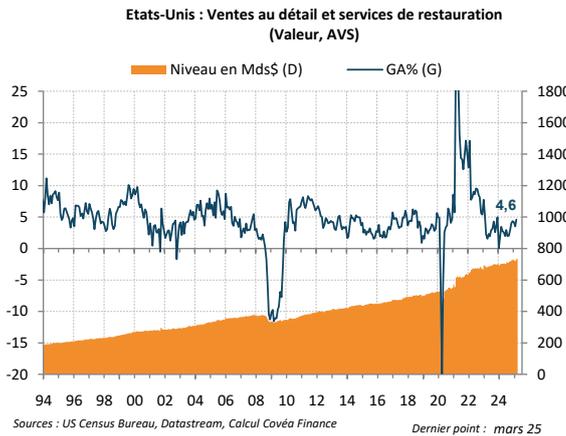
**Le Président de la Réserve Fédérale (Fed) Jerome Powell a exprimé cette semaine ses inquiétudes quant à la politique commerciale américaine.** Selon lui, la hausse des droits de douane risque de mettre en péril le double mandat de la Fed puisqu'elle pourrait conduire à une accélération de la croissance des prix et un affaiblissement de la croissance économique, éloignant ainsi le marché du travail d'une situation de plein emploi. Si ces deux objectifs se retrouvent en tension, la Réserve Fédérale pourrait privilégier la lutte contre l'inflation puisque J. Powell a indiqué que « sans stabilité des prix, les Etats-Unis ne pourront pas atteindre de longue période de solidité du marché du travail ». **Ces déclarations ont fait réagir le Président Donald Trump qui a exigé de M.**

**Powell qu'il baisse les taux directeurs immédiatement,** suggérant qu'il pourrait envisager de le remplacer avant la fin de son mandat qui se termine en mai 2026. Les juristes sont sceptiques sur la capacité légale du Président à démettre de ses fonctions le Président de la Réserve fédérale et toute tentative en ce sens entraînerait probablement une épreuve de force devant la Cour suprême. Cette séquence met en évidence les risques qui pèsent sur l'indépendance des autorités monétaires américaines vis-à-vis du pouvoir politique.

Par ailleurs, le Président américain a signé un décret ordonnant au département du commerce d'étudier les chaînes d'approvisionnements des métaux critiques et de trouver les moyens d'augmenter fortement la production des Etats-Unis pour diminuer la dépendance aux importations. Cette procédure pourrait à terme mener à l'instauration de droits de douane spécifiques sur ces matériaux, en remplacement des droits de douane réciproques. Les équipes d'Howard Lutnick, le secrétaire au commerce, ont 180 jours pour boucler cette enquête.

**Du côté des données économiques, les ventes au détail ont bondi de 1,4% en mars,** soit une progression de 4,6% sur un an, notamment soutenues par d'intenses achats d'automobiles (+5,7% GM et +9,2% GA) avant l'entrée en vigueur de l'augmentation des droits de douane. Hors secteur automobile, la hausse est de 3,6% sur un an, avec des progressions toujours soutenues dans l'aménagement du logement, l'habillement ou la santé. La croissance des ventes du groupe de contrôle, qui exclut l'automobile, les carburants, la restauration et les matériaux de construction, est également de 4,6% sur un an.

**L'activité industrielle reste modérée en mars,** avec une croissance sur un an de 1,3%. Bien qu'en redressement depuis cinq mois, l'activité manufacturière n'a progressé que de



| Indicateurs de la semaine*         |               | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2023 | Moy. 2024 |
|------------------------------------|---------------|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| Prod. Industrielle                 | Vol, CVS, GA% | mars-25 | 1,3    | 1,5   | 0,2       | -0,3      |
| Permis de Construire - Résidentiel | Vol, CVS, GA% | mars-25 | -0,2   | -6,7  | -9,7      | -3,7      |
| Mises en Chantier - Résidentiel    | Vol, CVS, GA% | mars-25 | 1,9    | -3,4  | -8,4      | -3,8      |
| Ventes au détail                   | Vol, CVS, GA% | mars-25 | 4,6    | 3,5   | 3,5       | 2,6       |

\*Du 14/04/2025 au 20/04/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

1,1% sur un an, malgré le dynamisme de la production des secteurs informatique et électronique. Les perspectives ne sont pas très bien orientées, avec des résultats d'enquêtes régionales auprès des entreprises manufacturières encore négatives selon les Fed de New York et de Philadelphie, notamment en raison de la poursuite de la contraction de la demande. Les sondés s'inquiètent des conséquences de la politique commerciale de l'administration Trump et ils indiquent que leurs coûts et leurs prix de vente augmentent de manière soutenue.

Les mises en chantier de logements ont diminué plus que l'attendait le consensus en mars. L'incertitude générée par les multiples annonces de Donald Trump pèse aussi sur l'investissement en immobilier. Ce dernier souffre aussi de la volatilité des taux d'intérêt. Ainsi, si l'indice NAHB de confiance des constructeurs de maisons a progressé d'un point en avril, il reste toutefois à un niveau très faible. Les ventes récentes ont progressé grâce à la baisse des taux hypothécaires en mars, mais les sondés sont pessimistes pour les prochains mois dans un contexte de forte remontée des coûts de financement des acquéreurs potentiels. Ils signalent aussi que la hausse des droits de douane engendre une forte volatilité des prix des matériaux de construction, alors que la morosité de leur marché amène près d'un tiers d'entre eux à diminuer leurs prix de ventes, de 5% en moyenne.

**La Banque du Canada a décidé de maintenir son taux directeur inchangé à 2,75%** après sept baisses de taux consécutives. Le communiqué de presse met en avant les incertitudes liées à la politique commerciale américaine pour expliquer cette décision. Le Gouverneur a par ailleurs indiqué que le taux directeur pourrait être maintenu à son niveau actuel le temps que l'orientation des droits de douane et leurs effets se précisent.

Jean-Louis Mourier

Economiste

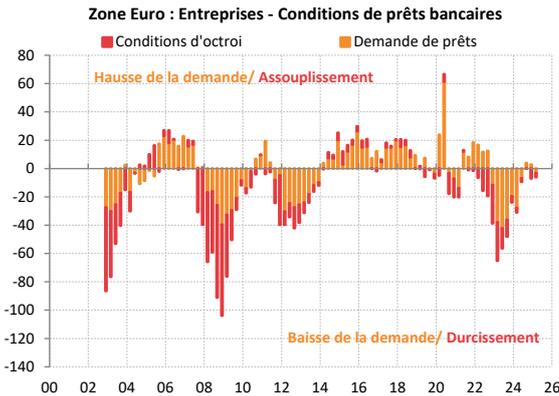


# Suivi Macroéconomique

## Europe

« Nouvelle baisse des taux directeurs en zone euro »

Le Conseil des gouverneurs de la BCE a abaissé une nouvelle fois (la septième consécutive) de 25 points de base les taux directeurs européens, ramenant le taux d'intérêt de la facilité de dépôt à 2,25%. Cette nouvelle détente de la politique monétaire répond à l'évolution récente de l'inflation, avec notamment une baisse de l'inflation sous-jacente permise par le ralentissement des prix des services. Les banquiers centraux sont ainsi confiants dans la stabilisation prochaine de l'inflation à un niveau compatible avec leur objectif. Cette nouvelle baisse intervient dans un contexte de forte incertitude sur l'évolution des mesures de restriction au commerce et sur leurs conséquences. La BCE, qui n'a pour le moment pas évalué l'impact éventuel de la réponse de l'UE aux annonces des Etats-Unis, estime que l'augmentation des droits de douane des Etats-Unis constitue un choc négatif de demande, qui va clairement peser sur l'activité économique en zone euro. Les effets sur la dynamique des prix sont, en revanche, jugés plus compliqués et encore indéterminés. Dans ce contexte, il n'est plus question de qualifier la politique monétaire selon son impact sur l'activité économique, mais de répondre à des chocs. Cela nécessite d'analyser avec soin l'ensemble des données et informations disponibles à chacune des réunions du Conseil des gouverneurs consacrées à l'examen de la politique monétaire.



| Indicateurs de la semaine* |                        |                     | Période  | Valeur | Préc. | Moy. 2023 | Moy. 2024 |
|----------------------------|------------------------|---------------------|----------|--------|-------|-----------|-----------|
| ZE                         | Prod. industrielle     | Vol, NCVS, GA%      | févr.-25 | 1,2    | -0,5  | -1,6      | -3,1      |
| AL                         | ZEW                    | Indice              | avr.-25  | -14,0  | 51,6  | 2,2       | 25,4      |
|                            | Taux de chômage        | % de la pop. active | janv.-25 | 4,4    | 4,4   | 4,1       | 4,4       |
| RU                         | Inflation              | IPC, NCVS, GA%      | mars-25  | 2,6    | 2,8   | 7,3       | 2,5       |
|                            | Inflation sous-jacente | IPC, NCVS, GA%      | mars-25  | 3,4    | 3,5   | 6,2       | 3,7       |

\*Du 14/04/2025 au 20/04/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

La transmission de sa politique monétaire au financement de l'économie fait partie des éléments que surveille la BCE. A cet égard, les résultats de l'enquête auprès des banques sur les conditions de crédit pour les entreprises et les ménages a pu contribuer à la décision prise la semaine dernière. Celle-ci montre en effet la poursuite du léger durcissement des conditions d'octroi de prêts bancaires aux entreprises au premier trimestre, en raison de l'augmentation des risques économiques. Toutefois, les entreprises qui obtiennent des prêts bénéficient de conditions, notamment de taux d'intérêt, plus avantageuses. Les conditions d'octroi de crédits immobiliers aux ménages ont continué à s'assouplir, les banques se montrant plus tolérantes au risque dans un contexte de forte concurrence. Les conditions assorties à ces prêts sont aussi annoncées plus favorables aux emprunteurs.

Dans la zone euro, la production industrielle était en hausse, de 1,2%, sur un an en février, pour la première fois depuis avril 2023. La production de biens de consommation non-durables affiche une progression de près de 10% par rapport à février 2024. En Allemagne, l'indice ZEW a brutalement chuté en avril. Il est passé de +51,6 à -14,0. Il revient ainsi au plus bas depuis juillet 2023. Ce mouvement indique que les investisseurs interrogés craignent un fort impact négatif des droits de douane américains sur l'activité économique en Allemagne.

Anecdotique, mais illustratif de l'état des relations entre l'Union européenne et les Etats-Unis, les responsables européens qui se rendent à Washington pour les assemblées générales de la Banque Mondiale et du FMI seront dotés de téléphones et d'ordinateurs portables dépourvus de leurs accès habituels aux réseaux des institutions européennes, comme quand ils se rendent dans des zones supposées sous surveillance russe ou chinoise.

Au Royaume-Uni, l'Office national des statistiques a publié son rapport mensuel sur le marché du travail. Les chiffres concernant l'emploi et le chômage sont toujours considérés comme peu fiables en raison d'un taux de réponse trop faible aux enquêtes. En revanche, les salaires restent dynamiques, avec une hausse de 5,9% hors bonus sur un an en février, comme en janvier (révisé de 6,1%). Les rémunérations totales sont un peu moins dynamiques, avec une hausse de 5,6% sur un an, là encore comme en janvier. Par ailleurs, la croissance des prix a ralenti en mars. L'inflation britannique s'est en effet établie à 2,6% en mars en glissement annuel (après 2,8% en février), un recul notamment permis par la baisse de l'inflation dans les services, qui demeure tout de même à un niveau toujours élevé à 4,7%). Ces éléments pourraient apporter un certain soulagement pour la BoE dans sa politique d'assouplissement monétaire même si la guerre commerciale à l'échelle mondiale pourrait continuer d'alimenter les pressions inflationnistes dans le pays.

Le gouvernement britannique a par ailleurs annoncé suspendre de manière provisoire ses droits de douane sur 89 produits importés, afin d'alléger les coûts qui pèsent sur les entreprises et les consommateurs britanniques.

Jean-Louis Mourier

Economiste



# Suivi Macroéconomique

## Asie

« L'économie chinoise reste solide au premier trimestre, mais les perspectives sont mal orientées »

**En Chine, l'activité économique ralentit légèrement au premier trimestre mais reste vigoureuse.** La croissance du PIB s'est établie à 1,2% en rythme trimestriel au premier trimestre 2025, après 1,6% au T4 2024. En glissement annuel (GA), la croissance reste inchangée à 5,4%, comme au T4 2024, soit son niveau le plus élevé depuis le T2 2023.

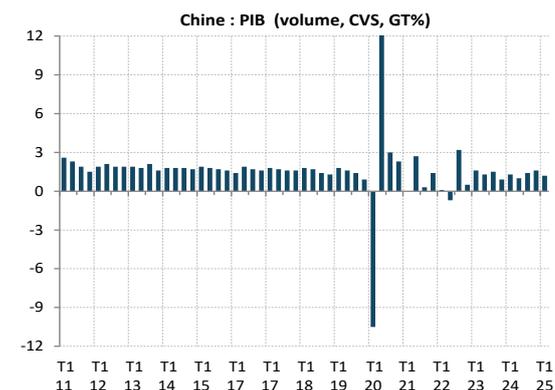
**L'économie reste soutenue par le dynamisme de la production industrielle, qui enregistre une croissance à 7,7% en glissement annuel en mars** (5,9% en janvier-février), portée par (i) la vigueur des exportations, notamment en anticipation des droits de douane américains, et (ii) par une demande domestique

bien orientée sur le mois. En effet, **les ventes au détail ont progressé de 5,9% en mars en GA** (après 4%), soutenues par le programme du gouvernement de primes à la reprise pour les achats de biens durables. En outre, les investissements sont restés dynamiques dans les infrastructures (12,6% en mars en GA après 9,9%) et le secteur manufacturier (9,2% en mars après 9,0%). En revanche, **l'immobilier reste le principal point de faiblesse**, poursuivant sa dégradation généralisée : les investissements dans le secteur baissent de 10,0% en mars, les ventes reculent de 1,0% en volume, les mises en chantier déclinent de 18,1% et les prix reculent dans le neuf (-0,1% en glissement mensuel) et l'ancien (-0,2%).

Si le premier trimestre confirme la bonne dynamique de l'économie chinoise, il paraît difficile d'envisager une telle vigueur sur le reste de l'année, compte tenu de l'impact attendu des tensions commerciales avec les États-Unis et de l'essoufflement probable des effets des programmes de soutien à la consommation de biens durables. **La trajectoire de l'activité dépendra notamment des choix de politique économique du gouvernement pour soutenir l'économie.**

Sur le plan diplomatique, Xi Jinping s'est rendu la semaine dernière en Asie du Sud-Est pour échanger avec ses homologues dans la région, les exhortant notamment à travailler avec Pékin pour s'opposer à l'« intimidation unilatérale » des États-Unis. En outre, le ministère du Commerce chinois a averti les pays qui négocient des accords commerciaux avec les États-Unis que, si ces accords nuisent aux intérêts de la Chine, alors ils seront ciblés par des mesures de rétorsion chinoises.

**Par ailleurs, le Japon a ouvert le bal des négociations commerciales avec les États-Unis.** La délégation japonaise, menée par le ministre de l'Économie et du Budget, Ryosei Akazawa, a rencontré le 16 avril Donald Trump et plusieurs hauts responsables américains dans le but de trouver un accord sur les droits de douane. Le Japon est en effet visé par des droits de droit « réciproque » de 24% sur ses exportations vers les États-Unis



Sources : Thomson Reuters, NBS, Covéa Finance

| Indicateurs de la semaine* |                        |                | Période | Valeur | Préc. | Moy. 2023 | Moy. 2024 |
|----------------------------|------------------------|----------------|---------|--------|-------|-----------|-----------|
| JP                         | Inflation              | IPC, NCVS, GA% | mars-25 | 3,6    | 3,6   | 3,3       | 2,7       |
|                            | Inflation sous-jacente | IPC, NCVS, GA% | mars-25 | 1,6    | 1,5   | 2,5       | 1,9       |
|                            | Prod. Industrielle     | Vol, NCVS, GA% | mars-25 | 7,7    | 5,9   | 4,6       | 5,6       |
| CH                         | Ventes au détail       | Vol, NCVS, GA% | mars-25 | 5,9    | 4,0   | 7,8       | 3,3       |
|                            | PIB                    | Vol, NCVS, GA% | T1 25   | 5,4    | 5,4   | 5,4       | 5,0       |

\*Du 14/04/2025 au 20/04/2025

Sources : Refinitiv, Covéa Finance

(temporairement suspendus pour 90 jours) et est particulièrement affecté par les droits de douane sectoriels de 25% sur l'automobile. A la suite de ces premières discussions, les dirigeants des deux pays ont qualifié ces échanges de constructifs, sans entrer dans les détails, mais n'ont pas encore trouvé de terrain d'entente. Les deux parties ont convenu de poursuivre les pourparlers dans les prochaines semaines. La communication des dirigeants japonais souligne le rôle du Japon comme investisseur majeur aux États-Unis et met en avant une possible hausse des importations de produits énergétiques et agricoles américains. Une revue des barrières commerciales non-tarifaires du Japon avait également été annoncée par le Premier ministre Shigeru Ishiba en amont des négociations. Quelques heures avant sa rencontre avec la délégation japonaise, D. Trump avait déclaré que le Japon devrait davantage partager le coût du maintien des bases militaires américaines dans le pays et ouvrir son marché aux entreprises américaines.

**Sur le plan domestique, l'inflation reste dynamique au Japon à 3,6% en mars (après 3,7% en février).** Néanmoins, ce dynamisme continue de refléter essentiellement la vigueur des prix de l'énergie (6,6% en GA) et de l'alimentation (6,5%, hors produits frais). Hors énergie et alimentation, l'inflation est de seulement 1,6% en mars, reflétant la faiblesse des prix des services (1,0%). Ainsi, la transmission des fortes hausses de salaires sur les prix reste peu visible dans ces statistiques.

**En Corée du Sud, la banque centrale (BoK) maintient le taux inchangé à 2,75%, dans un contexte de fortes incertitudes, mais ouvre la porte à une baisse de taux en mai.** En effet, les six membres du comité de politique monétaire (à l'exception du gouverneur de la BOK) ont indiqué être ouverts à des baisses de taux au cours des trois prochains mois ainsi qu'à une révision significative à la baisse des projections de croissance lors de leur actualisation en mai.

**Sur le plan budgétaire, les dirigeants coréens ont dévoilé un programme de soutien de 23,2 Mds\$ pour l'industrie des semi-conducteurs** qui est particulièrement affectée par les turbulences commerciales actuelles. Ce montant représente environ un quart de plus que ce qui avait été engagé l'année dernière pour soutenir le secteur. Ce plan inclut notamment des subventions pour les infrastructures nécessaires à l'industrie, des aides aux financements des entreprises et des programmes de formations et de recherche pour le secteur.

Louis Martin

Economiste Zone Asie



Ce document est établi par Covéa Finance, société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des Marchés Financiers sous le numéro 97-007, constituée sous forme de société par actions simplifiée au capital de 24 901 254 euros, immatriculée au RCS Paris sous le numéro B 407 625 607, ayant son siège social au 8-12 rue Boissy d'Anglas 75008 Paris.

Ce document est produit à titre indicatif et ne peut être considéré comme une offre de vente ou un conseil en investissement. Il ne constitue pas la base d'un engagement de quelque nature que ce soit, ni une évaluation de stratégie ni aucune recommandation d'investissement dans des instruments financiers.

Il contient des opinions et analyses générales et non personnalisées conçues par Covéa Finance à partir de données chiffrées qu'elle considère comme fiables au jour de leur établissement en fonction du contexte économique, mais dont l'exactitude et la validité ne sont toutefois pas garanties.

Les opinions exprimées dans le document peuvent faire l'objet de modifications sans notification.

Covéa Finance ne saurait être tenue responsable de toute décision prise sur la base d'une information contenue dans ce document.

Ce document est la propriété intellectuelle de Covéa Finance. Toute Utilisation (définie ci-après), reproduction ou diffusion de tout ou partie du présent document devra faire l'objet d'une autorisation préalable de Covéa Finance.

Le destinataire du présent document a connaissance et accepte que les données chiffrées, permettant d'établir les opinions et analyses générales et non personnalisées, peuvent être soumises à l'acquisition de droits vis-à-vis de tiers.

Par conséquent, les données chiffrées ne peuvent en aucun cas faire l'objet d'une quelconque Utilisation par le destinataire du document sans l'acquisition préalable des droits nécessaires directement auprès des tiers détenteurs de ces droits.

Par ailleurs, le destinataire du présent document a connaissance et accepte que Covéa Finance ne sera en rien responsable de toute utilisation faite desdites données chiffrées et assumera seul toutes les conséquences vis-à-vis des tiers détenteurs de droits associés à ces données.

L'« Utilisation » s'entend comme, et de manière non limitative, la manipulation de la donnée chiffrée, la distribution, la redistribution, l'intégration dans un système d'information ou dans des documents de tous types.